

学校编码: 10384 分类号__密级__

学号: 20051300891 UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业并购价值评估方法的研究

A Study On Valuation Methods In M&A of Corporations

庄炳丽

指导教师姓名: 李子白教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2008 年 3 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2. 不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

并购是一把双刃剑：成功的并购能为企业带来巨大的利润，而并购失败则可能使企业陷入步履维艰甚至破产的境地。并购失败的原因很多，其中最重要的原因之一就是并购方对目标企业价值评估的分析不够深入和透彻。因此，在并购决策中对目标企业进行科学合理的估值便显得尤为重要。

本文在借鉴国内外企业价值评估理论和经验的基础上，探讨了企业价值评估的几种方法：资产价值基础法、市场比较法、未来收益折现法、实物期权定价法，分别分析了各自的优缺点和适用性，并尝试用案例分析的方法，以帐面价值法、市盈率法和现金流贴现法对目标企业进行价值评估，并比较了评估结果。最后，本文重点介绍了企业并购价值评估的特殊性以区别其他一般情况下的估值和我国企业并购中存在的特殊情况：政府行政干预，并购的特殊动机，企业股权结构等，在此基础上针对我国的特殊国情提出改进我国企业并购价值评估的建议：注意各种估值方法的适用条件，考虑各种估值方法的相互结合使用，规范政府行为，改善公司治理等七大条建议，希望能对我国企业并购价值评估的发展有所帮助。

本文的结论是：在目前我国企业股权结构特殊、证券市场不够成熟、法律法规有待改进的情况下，不仅要根据不同的估值方法的优缺点和适用范围选用合适的估值方法：每种估值方法都是从某个侧面反映企业的价值，正确利用每种方法得出的结论都是一种可以利用的信息。而且要改变如并购制度和动机、政府作用，改善资本市场等整个企业并购的外部环境，使其市场化、规范化，双管齐下，才能使我国企业估值更加合理。

关键词：企业并购；价值评估方法

ABSTRACT

Every coin has two sides, so is M&A. While a successful M&A deal will bring enormous profits to the enterprise, a failing M&A deal may drive the enterprise to the last ditch. The causes of M&A failure are complicated, the important one of which is that M&A initiators' analysis of the value of the object enterprises is not thorough and complete.

This article, with reference to fundamental theory and experience of corporate valuation, gives an analysis on the four methods of corporate valuation, that is, discounted cash flows, market comparative method, assets valuation, furthermore, it discusses their respective adaptability and limitation, and how to select a proper method to evaluate a corporation practically. And in order to apply valuation theory, a case study would be done. In the end, this article explores the particularity of corporation evaluation assessment in M&A and especial instances in China in order to table proposals to ameliorate corporation evaluation assessment in our country.

Based on the analysis, each valuation method reflects enterprise's value from some sides. The conclusion which each method obtains is useful information, especially in our country's situation where the securities business and the rule of law are not so mature. Generally speaking, the valuator needs to synthesize all kind of results and use his judge to draw a final conclusion more accurately, all the more, we have to transform the M&A system, the motivation of M&A, securities business and so on to improve the corporation value assessment in China.

Key words: Merger and Acquisition; Valuation Methods.

目 录	
导 论.....	1
一、研究背景和问题的提出.....	1
二、论文研究的目的.....	2
三、论文的结构安排和研究方法.....	2
第一章 企业价值评估的文献综述.....	5
第一节 西方企业价值评估的研究状况.....	5
第二节 我国企业价值评估的研究状况.....	6
第二章 企业价值评估方法及评析.....	8
第一节 资产价值基础法.....	8
一、资产价值基础法简介.....	8
二、帐面价值法.....	9
三、资产价值基础法的优缺点及适用性.....	10
第二节 市场比较法.....	11
一、市场比较法简介.....	11
二、市盈率法.....	11
三、市场比较法的优缺点及适用性.....	12
第三节 未来收益折现法.....	13
一、未来收益折现法简介.....	13
二、自由现金流量法——拉巴波特（Rappaport）模型.....	13
三、未来收益折现法的优缺点及适用性.....	15
第四节 实物期权估价法.....	16
一、实物期权法简介.....	16
二、Black-Scholes 公式.....	17
三、实物期权定价法的优缺点及适用性.....	17
第三章 我国企业并购估值方法运用的现状及案例分析.....	20
第一节 我国企业并购估值方法的应用现状.....	20
第二节 我国企业并购价值评估存在的问题.....	21
一、并购中目标企业估值方法单一.....	21

二、已有的估值研究相当有限.....	21
三、中介机构尚未在并购估值中发挥应有的作用.....	22
四、企业产权关系不清晰.....	23
第三节 并购中企业价值评估方法的案例分析.....	23
一、宝钢并购八一钢铁的背景简介.....	23
二、运用三种估值方法对“八一钢铁”进行价值评估.....	24
三、并购案例小结.....	33
第四章 我国企业并购价值评估的特殊性及方法应用改进.....	35
第一节 企业并购价值评估的特殊性.....	35
一、目标企业价值的增值性、溢价性.....	35
二、企业价值的不确定性.....	36
三、并购企业估值与一般企业估值的区别.....	36
第二节 我国企业并购中的特殊情况.....	37
一、政府对并购活动不恰当的行政干预.....	37
二、企业并购存在的特殊动机.....	38
三、企业特殊的股权结构.....	39
四、企业并购中大股东侵占小股东利益的情况严重.....	40
第三节 对改进我国企业并购价值评估的建议.....	41
一、估值方法的运用要注意其适用条件.....	41
二、考虑运用现金流量折现法与多种评估方法相结合.....	42
三、对资产进行全面评估.....	43
四、规范中介机构的行为.....	43
五、规范并购中的政府行为.....	45
六、完善资本市场基础制度建设.....	45
七、改善公司治理.....	46
结束语.....	48
参考文献.....	50
后记.....	52

Contents

Introduction.....	1
Chapter I Summarize of Corporate Valuation Assessment.....	5
Section I Foreign Study of Corporate Valuation Assessment.....	5
Section II Internal Study of Corporate Valuation Assessment	6
Chapter II Corporate Valuation Assessment Methods and	
Comments.....	8
Section I Assets valuation Method.....	8
Section II Market Comparative Method.....	11
Section III Discounted Intending Income Method.....	13
Section IV Real Option Method.....	16
Chapter III Application Actuality of Chinese M&A Valuation	
Assessment Methods and Case Study.....	20
Section I Application Actuality of Chinese Corporation M&A Valuation	
Assessment Methods.....	20
Section II Problems in Chinese M&A Valuation assessment.....	21
Section III Case Study on M&A Valuation Assessment Methods.....	23
Chapter IV Particularity of Chinese M&A Valuation assessment and	
Ameliorating Method Application.....	35
Section I Particularity of Corporation M&A Valuation assessment.....	35
Section II Special Instance in Chinese Corporate M&A.....	37
Section III Suggestions for ameliorating Valuation Assessment in Chinese	
Corporate M&A.....	41
Epilogue.....	48
Preference.....	50
Postscript.....	52

导 论

一、研究背景和问题的提出

并购(M&A),即兼并与收购的统称,它的实质是在企业控制权运动过程中,企业主体依据企业产权所做出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。国内外公司并购的发展历史,证明了成功的并购可以加速资本集中,优化资源的配置与组合,增强公司综合竞争力,促进经济发展。在激烈的市场竞争中,并购与被并购是大多数公司的必然选择。西方发达国家的并购历史已有 100 多年,到目前为止已经出现了四次大的并购浪潮;我国始于 1993 年的宝延事件揭开了我国上市公司股权收购的序幕。自此,我国并购活动不断发展并日趋活跃,已成为继日本和澳大利亚之后亚太地区的第三大并购市场。

通过并购,虽然企业可以实现规模经济、多元化经营、交易费用降低以及功能互补,但是企业并购的结果有时并不尽如人意。1992 年永道会计与资源公司对英国最大的 100 家公司的并购活动进行调查,结果显示,接受调查的总裁约有 54% 认为并购是失败的^[1]。在我国,许多并购交易发生后的企业形势也相当严峻,能够完全达到并购交易目标的不到 25%^[2]。

有关企业并购失败的研究揭示了多方面的原因,其中一个最重要的原因就是并购方不能对目标企业作出准确的估值,引起目标企业定价不准,支付过多的并购溢价,导致整体决策的失误。美国著名企业并购研究专家拉杰期(Laloux)曾列举了世界上十五位知名并购专家对并购失败原因的研究结果,归纳分析发现,在所有已知的原因中,直接与目标企业价值评估结果不当有关的占 27.28%。从我国目前企业并购的情况来看,不讲求效益盲目并购的现象十分严重,特别是忽视并购过程中目标企业的价值评估,许多企业为追求生产规模扩大,不考虑目标企业的实际价值,不加选择地过度并购低效益企业,从而造成了并购企业生产能力闲置,产品积压,利润率下降等“规模不经济”的低效率现象。有的企业为实现对优势企业的并购,过度提高收购价格,产生了过高的并购溢价,忽视对目标企业的科学估值定价,也造成了并购低效率和低效益的结果。一方面,企业并购在我国取得了一定的发展,而另一方面,作为企业并购活动的中心环节的目标企业价值评估在实际经济运行中存在着一些问题和误区,从而在很大程度上影响到企业并购应有的作用和功能,甚至降低了并购的效率。因此,如何科学、公正地

对目标企业进行价值评估是企业并购成功的关键。

二、论文研究的目的

本文希望通过对企业并购中常用的四种估值方法的研究,分析它们各自的优缺点和适用性,以期能在实务中有针对性地加以运用,同时针对我国当前并购存在的问题和特殊国情,提出改进企业并购价值评估的意见,以客观判定目标企业的价值,纠正现实中存在的问题。具体说来本论文预期达到的目标如下:

1. 对几种企业并购中常用的价值评估方法进行分析对比,建议不同行业、不同企业应该选择适合自己实际情况的估值方法。
2. 通过研究我国企业并购价值评估的现状和估值方法运用中存在的问题,弄清我国企业并购估值误差的主要原因。
3. 针对我国的市场环境、政治特性和企业管理状况,提出改进我国企业并购价值评估的建议。

通过论文对企业并购价值评估方法的研究,希望能有益于我国并购实务的发展,为我国企业走上市场化和规范化的并购道路,促进企业通过并购快速壮大经济规模及实力提供帮助。

三、论文的结构安排和研究方法

(一) 结构安排

在结构与内容安排上,全文分为五章。

导论,阐述了文章的研究背景,揭示了选择这一题目作为研究对象的现实背景,对此提出并购为何屡屡失败这一问题,同时对本文的研究内容和方法作出简要的介绍。

第一章,文献综述,分析国内外相关的研究现状,并按照时间的先后顺序对此进行归纳整理,以获得对企业价值评估理论和方法的整体理解。

第二章,系统地介绍了几种常用的估价方法:资产价值基础法、市场比较法、未来收益折现法和实物期权定价法,尝试对这几种方法进行比较分析,包括其优缺点和各自的适用性。

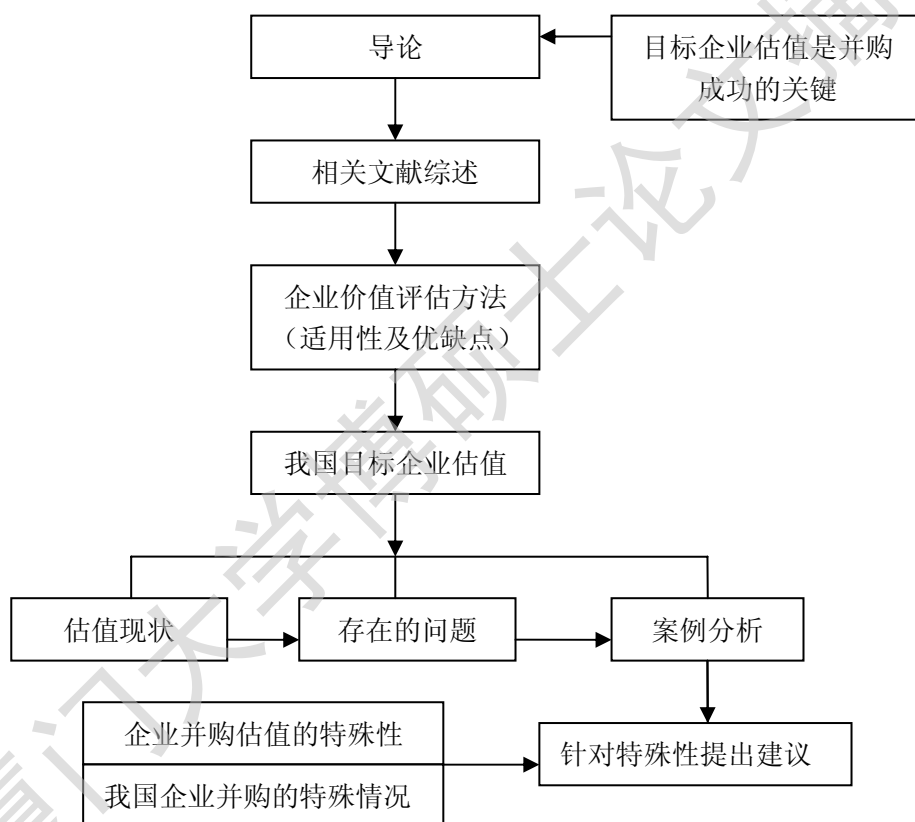
第三章,阐明我国企业并购估值方法的运用现状,对我国并购估值方面存在的问题进行分析,提出了对企业资产评估的不全面、估值方法运用单一以及中介机构未发挥作用等存在于我国并购活动中的问题,并通过宝钢并购八一钢铁这个

案例，运用估值方法对八一钢铁进行价值评估，得出相关结论。

第四章为本文的核心部分，针对企业并购价值评估的特殊性：并购中企业价值的增值性、不确定性与一般企业估值的区别和我国企业并购中存在的特殊情况：特殊的动机、“一股独大”的股权结构和政府对并购的行政干预等，由此，提出改进我国企业并购价值评估的若干建议：注意估值方法的运用，多种方法的结合使用，规范中介机构，完善资本市场，规范政府行为等。

本文的框架见图 0—1 所示。

图 0—1：文章的整体框架



资料来源：根据本文分析整理得到。

（二）研究方法

本文拟在市场经济和现代企业制度的视野下，依托现代微观经济学、投资银行学、财务管理、金融经济学等相关理论，结合我国企业并购的实际状况，吸收现有文献资料的有关成果，运用理论阐述与实证分析相结合、动态与静态相结合的分析方法，对并购中目标企业的价值评估问题进行定性和定量研究。文中重点

采用公式和指标分析方法,对国内外企业价值评估所运用的一些模型进行了详细的论述,同时以理论分析和案例剖析相结合的方法,提高研究的实用价值。尽力作到数据、模型与研究内容的有效匹配与密切联系,坚持面向问题、面向过程的研究思路。

厦门大学博士论文摘要库

第一章 企业价值评估的文献综述

第一节 西方企业价值评估的研究状况

企业价值评估在英美等西方发达国家得到了很大的发展,企业价值评估理论的研究已经相当成熟,并被广泛应用于实践中。规范的市场体制、广泛的评估范围、活跃的交易市场和快速的信息传播均为资产评估行业的发展和资产评估理论的完善创造了良好的外部环境。同时,理财学的最新研究成果也为价值评估带来了新的思路,大大拓宽了企业价值评估的视野,适应了新经济时代的需要。

欧文·费希尔(1906, 1907)先后发表了《资本与收入的性质》^[3]和《利息率:本质、决定及其经济现象的关系》^[4]两部著作,论述了收入与资本的关系及资本价值的源泉,提出了确定性条件下的价值评估方法,并于1930年提出资本预算的净现值法则,这是公认的资本预算决策的最优方法。

美国投资理论学家本杰明·格雷厄姆(1934)创造了价值分析方法,每股盈利投资回报、市盈率等工业社会的股票评估标准,该成果成为现代流行的主流价值评估学的基础。

美国著名的财务学家诺贝尔经济学获得者莫迪利安尼和米勒(1958, 1963)把不确定性引入到公司价值评估的理论体系中,解开了“资本结构之谜”^[5]。这两篇文章创立了两个重要理论:资本结构无关理论和股利无关理论,改变了传统财务管理的目标,把公司的利润最大化目标转变为公司价值最大化目标^[6],后来被人们称为“MM”理论,创立了现代公司价值评估理论。

美国经济学家、金融学家威廉·夏普(1964)提出资本资产定价理论(CAPM),揭开了金融风险 and 收益之间的对应关系^[7],使粗糙的贴现现金流量法(DCF)日渐完善,逐渐成为人们普遍认同的主流方法。

美国西北大学的阿尔弗雷德·拉巴波特(1986)创立了贴现现金流估价法,是目前广泛使用的估值模型,它考虑了目标企业被并购后对并购方现金流量的贡献。

美国的三位经济学家汤姆·科普兰,蒂姆·科勒和杰克·默林(1990)在《价值评估——公司价值的衡量与管理》一书中提出的麦肯锡价值评估模式,堪称企业价值评估研究的里程碑^[8]。在该著作中,汤姆·科普兰等人在资本预算的现值方法和MM定理的基础上,提出了企业价值源于它产生的现金流量和基于现金流

量的投资回报能力的观点，并提出了企业市场价值的评估模型^[9]。

J·奥尔森（1991）利用股利、现金流和盈利对价值评估进行了综合分析，进一步完善了公司价值评估理论^[10]。他（1995）又对经济增加值（EVA）评估方法的现金流量增量确定进行探讨，提出了通过对会计利润处理或直接估计现金收益率来确定现金流量的方法^[11]。

20 世纪一开始，法国数学家路易斯·巴舍利耶就奠定了期权定价研究的基础。逐渐地，人们提出了期权的另一种形式——实物期权。80 年代，布莱克和斯科尔斯提出了适用于企业战略灵活性、管理适用性定价的实物期权定价模型，使期权评估法作为一个新的估值方法被理论界所推荐。

上世纪 90 年代以来，随着博弈论的广泛发展和应用，研究者们开始将博弈论引入并购中的目标企业定价决策方法中，其中包括不完全信息动态博弈方法的引入和对解决信息不对称问题的研究。这些都使博弈论确立了其在主流经济学中的地位。

西方发达国家的价值评估方法研究注重评估方法应用的背景分析，以管理决策为基本目的，并以实用性为原则，这对我国在该领域的研究具有较强的借鉴作用。

第二节 我国企业价值评估的研究状况

我国资产评估业从九十年代开始起步，随着我国并购交易热潮的兴起，经过十多年的发展，已经取得了相当大的成绩，各种定价的理论与方法被提出，并应用到实际中。

孙耀唯（1997）在他的著作《公司并购谋略》中分析了目标公司评估的方法，并研究了换股比例问题^[12]。黄小原（1997）分析了 Black-Scholes 模型的参数和边界，并利用期权定价模型研究股票定价的最优策略^[13]。汪平博士（2000）所著的《财务估价论》专门研究了以现金流量分析为基础的企业价值评估方法，形成了以企业管理决策为中心的价值评估框架^[14]。

王少豪教授（2002）在《高新科技企业价值评估》一书中，详细分析了国际上常用的现金流量折现法、相对估价法和期权定价这三种方法在我国高新技术企业评估中的应用特点及利弊^[15]。

齐安甜、张维（2003）在对实物期权理论进行总结的基础上，提出了运用实物期权理论进行企业并购价值评估的整体思路。企业并购价值应该包括两个方面：自身价值和附加价值，前者主要由传统的企业价值评估方法计算得出，后者由实物期权理论方法计算得出^[16]。同年，两位学者针对我国企业并购中交易方式单一的现存问题，设计了企业并购的拍卖机制，并对该机制下并购交易双方的报价行为进行了研究，得出了均衡状态下每个局中人的最优策略^[18]；并于 2004 年，借鉴协商和讨价还价理论，建立了企业并购谈判模型，利用博弈论工具对模型进行了求解^[19]。

杨屹，殷仲民，杨莎（2003）在充分考虑并购特征的基础上引入期权理论，建立了并购中目标企业的估价模型，认为并购中目标企业的价值应是并购前目标企业未来现金流折现价值、期权价、并购协同效应导致的并购溢价中目标企业创造的部分与并购期权价值和并购后企业期权价值中并购企业愿意为其支付给目标企业的部分的总和^[17]。

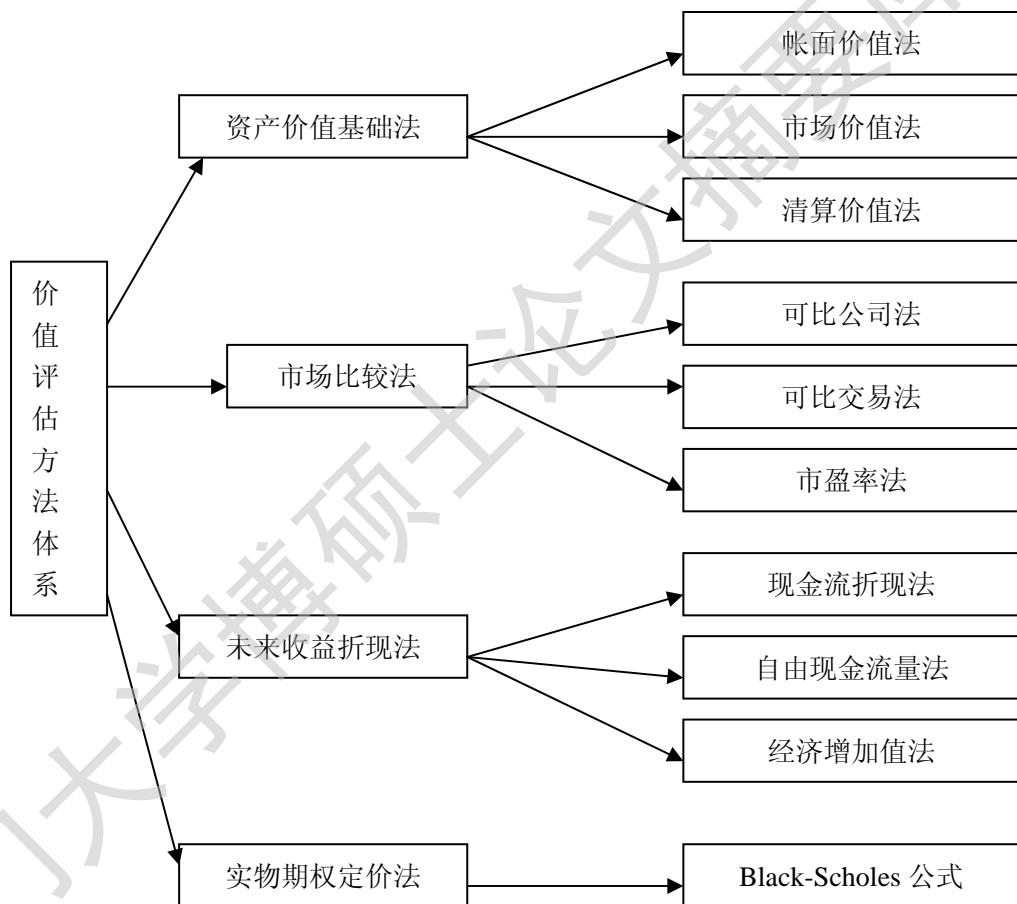
王义秋、王琳（2004）从完全但不完美信息博弈的角度，对企业并购过程中目标企业出高价和出低价与主并企业买与不买的决策进行了博弈分析，得出了并购双方各自在不同情况下的最优选^[20]。

我国企业价值评估还是一个新领域，起步比较晚，主要是借鉴西方发达国家的成功经验，在实践和理论中都体现出“洋为中用”的特点，即结合我国的现实国情，对西方现有理论进行吸收和改造，并非通过总结自己的并购经验形成自己的理论；而且，由于我国的证券市场与并购市场尚不发达，资本市场处于弱有效水平，各种企业资料获取较为困难，这一系列原因导致了我国对企业价值评估的研究严重滞后，导致我国并购活动中对目标企业价值的评估存在不少问题。

第二章 企业价值评估方法及评析

目标企业估值评估的方法很多，但总的来说可以分成几大流派：资产价值基础法、市场比较法、未来收益折现法和实物期权定价理论这几种方法^[21]见图 2—1 所示。

图 2—1：目标企业价值评估方法体系



资料来源：根据本文分析整理得到。

第一节 资产价值基础法

一、资产价值基础法简介

资产价值基础法是通过目标企业的资产进行估价来确定其价值的方法。采用此类方法确定目标企业的价值，关键是选择合适的资产评估价值标准。它的假设是：企业的价值等于所有有形资产和无形资产的公允价值之和，从中减去负债

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库